

© 2017

Сергей Луценко

ведущий эксперт Контрольного управления
Президента Российской Федерации
(e-mail: scorp_ante@rambler.ru)

РОЛЬ ИНФОРМАЦИИ В ПОСТРОЕНИИ ЭФФЕКТИВНОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Рассматривается влияние информации в компании на структуру управления. Менеджмент может использовать внутреннюю (инсайдерскую) информацию для получения частных выгод. Поэтому акционер для достижения эффективного управления должен ограничивать неправомерные действия менеджмента путем создания модели поведения руководителя, которая позволяет учитывать экономические интересы как руководства компании, так и акционеров. Эффективная система корпоративного управления является предпосылкой для нормального функционирования рыночной экономики.

Ключевые слова: корпоративное управление, менеджмент, акционер, устав, фидуциарные обязанности, информация, агентский конфликт.

В соответствии с Рекомендациями Базельского комитета по банковскому надзору «Принципы совершенствования корпоративного управления» (приняты в г. Базеле в октябре 2010 года) корпоративное управление представляет собой систему взаимоотношений между руководством организации, ее советом директоров, акционерами и другими заинтересованными лицами. Корпоративное управление является основой для определения целей организации, а также средств достижения этих целей и путей контроля за ее деятельностью. Надлежащая структура управления должна создавать соответствующую заинтересованность как совета директоров, так и руководства организации в следовании целям, которые отвечают интересам организации и ее акционеров, а также обеспечивать эффективный мониторинг. Наличие эффективной системы корпоративного управления в рамках отдельных организаций, а также в масштабе экономики страны в целом помогает обеспечить должный уровень доверия, необходимый для нормального функционирования рыночной экономики.

Некоторые авторы рассматривают корпоративное управление как подмножество контрактов фирмы — как формальных, так и неофициальных (неформальных), которые помогают выравнивать экономические интересы менеджеров и акционеров¹.

¹ *Jensen M.* The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // *Journal of Finance*. 1993, vol. 48, p. 864; *Core J., Holthausen R., Larcker D.* Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance // *Journal of Financial Economics*. 1999, vol. 51, p. 373; *Holderness C.* A Survey of Blockholders and Corporate Control // *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. 2003, vol. 9, p. 58; *Armstrong C., Guay W., Mehran H., Weber J.* The Role of Financial Reporting and Transparency in Corporate Governance // *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. 2016, vol. 22, p. 108.

В основу корпоративного управления положена система доверительных взаимоотношений между заинтересованными участниками, созданная для удовлетворения интересов акционеров и компании. Причем корпоративные цели достигаются при эффективном контроле со стороны акционеров.

Акт приобретения акций компании рассматривается как вложения, которые носят долгосрочный характер. В свою очередь, и прибыльность, которую будет приносить акция, следует оценивать в долгосрочной перспективе (Решение Арбитражного суда г. Москвы от 18.08.2008 № А40-12475/07-98-80).

Статус руководителя, с учетом налагаемых на него фидуциарных обязанностей действовать добросовестно и разумно в интересах собственников, предполагает устойчивое повышение акционерной стоимости в долгосрочной перспективе (Приказ Росимущества от 21.11.2013 № 357 «Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы Совета директоров в акционерном обществе»). Риск обесценения акции (или акционерной стоимости компании) связан с ошибочной политикой менеджмента компании и затрагивает финансовые интересы ее акционеров (Решение Европейского Суда по правам человека от 07.11.2002 по делу «Ольжак против Польши»).

Другими словами, эффективность корпоративного управления необходимо рассматривать в связи с долгосрочными интересами ее собственников и компании, а не исходя из частных выгод отдельных участников. Причем экономический интерес компании произведен от интересов ее собственников, так как интересы организации не просто неразрывно связаны с интересами акционеров, они предопределяются ими (Определение Верховного Суда РФ от 26.08.2016 по делу № 305-ЭС16-3884, А41-8876/2015).

Качество корпоративного управления определяется и надлежащей институциональной основой (гарантированной контролем со стороны государства) – современным фондовым рынком. В основе фундаментального принципа функционирования фондового рынка лежит его информационная прозрачность, которая является гарантией защиты прав инвесторов, вкладывающих средства в ценные бумаги (Определение Конституционного Суда РФ от 02.03.2000 № 38-О).

Целью обеспечения чистоты финансовых рынков является поддержание общественного доверия к безопасности сделок (о чем речь пойдет ниже). Уполномоченные государственные органы призваны защищать инвесторов и обеспечить эффективность и транспарентность фондовых рынков (Постановление Европейского Суда по правам человека от 04.03.2014 по делу «Гранде Стивенс и другие против Италии»).

Автор рассматривает сходство по своей сути корпоративных отношений (идентичности корпоративной природы) в акционерных обществах

и обществах с ограниченной ответственностью (Постановление Конституционного Суда РФ от 21.02.2014 № 3-П). Статус акционера (собственника) предполагает его согласие с участием в компании на условиях, определенных корпоративными документами, в том числе уставом (Определение Высшего Арбитражного Суда РФ от 01.12.2008 № 15084/08).

Правовое положение собственника предоставляет ему право определять экономическую стратегию компании, проявлять экономический интерес к судьбе своих вложений, получать достоверную информацию о своих вложениях, проверять обоснованность прогнозов относительно цен на акции (Постановления Высшего Арбитражного Суда от 18.06.2013 № 3221/13, от 02.11.2010 № 8366/10). Можно заключить, что выстраивание эффективного корпоративного управления предопределяется качеством, уровнем конкретизации внутренних документов и стандартов компании.

Несмотря на то что механизм корпоративного управления заведомо предполагает неравноценные возможности акционеров влиять на принимаемые обществом решения в зависимости от доли участия (пакета акций), тем не менее собственники компенсируют указанную неравноценность правом каждого из них на выявление посредством надлежащего контроля убытков компании (Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 20.03.2014 № А40-56137/2013).

В процессе хозяйственной деятельности компании могут проявляться агентские конфликты между акционерами и менеджментом (советом директоров) компании. В основе конфликтов лежат получение частных выгод участником (в частности руководством компании), который обладает большей информацией о компании и не всегда предоставляет ее заинтересованным лицам, используя для получения своей личной выгоды¹.

Конституционный Суд РФ в своем Определении от 18.01.2011 г. № 8-О-П сформулировал информационную доктрину компании, направленную на достижение баланса экономических интересов (снижение агентских конфликтов) между заинтересованными участниками. В частности, отмечается, что информативность менеджмента (совета директоров) является одним из условий, обеспечивающих управленческую прозрачность компании и повышение ее инвестиционной привлекательности.

Регламентация деятельности органа управления должна быть основана на допуске законом корпоративном регулировании, включающем, в частности, группу нормативных корпоративных актов (устав, регламент, кодекс корпоративного управления, положение об информационной политике общества и т.п.).

При запросе на получение информации со стороны участника необходимо выявлять в его действиях злоупотребление правом, в том числе наличие необоснованного интереса в получении соответствующей

¹ Verrecchia R. Essays on Disclosure // Journal of Accounting and Economics. 2001, vol. 32, p. 97.

информации и иных признаков, которые указывают на намеренное создание объективных трудностей, способных отрицательно влиять на хозяйственную деятельность конкретного акционерного общества в целом и на интересы его акционеров (например, если акционер, требующий предоставления информации, является представителем конкурента или специально запрашивает большой объем копий документов, с тем, чтобы затруднить деятельность общества).

Получая доступ к информации компании, руководитель автоматически наделяется фидуциарными обязанностями добросовестности, лояльности и должной осмотрительности (Канцлерский суд штата Делавэр от 29.04.1993 по делу «Holdgreiwe v. Nostalgia Network Inc.»).

Ниже автор предлагает модель корпоративного управления, построенную на принципах информационной прозрачности, которая позволит снизить уровень агентских конфликтов между собственниками и руководством (менеджментом, советом директоров) компании. Автор рассматривает внутренние корпоративные документы (в частности устав) как механизм, определяющий алгоритм действий ее участников. Информационная прозрачность позволяет сократить уровень искажений в финансовой отчетности, манипуляций внутренней (инсайдерской) информации для получения частных выгод.

Другими словами, эта модель должна не допустить возникновения ситуации, в которой руководитель (член правления) использует активы (ценные бумаги) для целей манипулирования ценой на них и получения личных выгод. Он действует через аффилированных лиц (в том числе профессионального участника рынка ценных бумаг). При этом сделка для компании не несет никакого экономического смысла и организация утрачивает часть своих активов (Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 13.10.2016 по делу № А56-11059/2016).

Поэтому акционер должен проявить активность в отношении создания эффективной модели корпоративного управления. В частности, определить в уставе пределы компетенции органов управления (обеспечить контроль за их деятельностью), чтобы не допустить нарушения баланса экономических интересов участников корпоративных отношений и прав собственников на управление компанией, вне зависимости от количества принадлежащих им акций (Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 01.12.2016 № А65-13761/2016).

Акционерная стоимость компании зависит не только от ее перспектив, но и от доверия к ее менеджменту (Постановление Европейского Суда по правам человека от 31.07.2014 по делу «ОАО «Нефтяная компания «Юкос» против Российской Федерации»).

При исполнении своих обязанностей руководство должно проявлять осторожность при принятии решений, касающихся работы компании (Рекомендации Базельского комитета по банковскому надзору «Принципы

совершенствования корпоративного управления»). Руководитель (член совета директоров) обязан быть лояльным, то есть его действия не должны основываться на личных интересах или интересах третьих лиц или групп и не должны наносить ущерба организации и ее акционерам.

Российский правоприменитель рассматривает лояльность как связанность директора обязанностью неконкуренции с юридическим лицом. Данная обязанность — это общепризнанный стандарт поведения во многих развитых странах, предполагающий, что директор не вправе без согласия участников юридического лица, совета директоров (либо иного органа, предусмотренного учредительными документами) совершать от своего имени в своих интересах или в интересах третьих лиц сделки, однородные с теми, которые составляют предмет деятельности юридического лица, а также участвовать в другом однородном юридическом лице либо исполнять там обязанности директора (Постановление Восьмого арбитражного апелляционного суда от 25.05.2015 № А70-13409/2014). Позиция российского суда относительно обязанности лояльности корреспондирует с трактовкой американского правоприменителя.

Фидуциарная обязанность лояльности накладывает на руководителя обязательство защищать и продвигать интересы компании. Поведение руководителя (равно, как и акционера) не должно вредить интересам компании (Канцлерский суд штата Делавэр от 01.10.2012 по делу «Shocking Techs., Inc. v. Michael»).

Необходимо обратить внимание на то, что руководитель (член совета директоров) может стремиться использовать инсайдерскую (внутреннюю) информацию для личного обогащения (прибегая к рыночным манипуляциям на рынке ценных бумаг).

Внутренней информацией является такая информация, прямо или косвенно связанная с эмитентом (компанией) или финансовыми инструментами, которая публично не разглашалась и разглашение которой существенно повлияло бы на цену акций. Точной считается такая информация, которая указывает на совокупность существующих или возможных в будущем обстоятельств либо на бывшее или возможное событие и является достаточно специфической, для того чтобы позволить сделать выводы о возможном влиянии этой совокупности обстоятельств или события на цены финансовых инструментов или производных от них финансовых инструментов.

Рыночные манипуляции (нечестные сделки) — заключение сделок или же поручения о покупке или продаже акций (финансовых инструментов или производных ценных бумаг) имеют целью: создание иллюзорного оборота финансового инструмента; создание недостоверного представления о спросе или предложении финансового инструмента; искусственное влияние (поддержание, повышение, понижение) на цену финансового

инструмента, а также создание существенных препятствий для нормального функционирования рынка финансовых инструментов.

При оценке рыночных манипуляций, в числе прочих, учитываются следующие обстоятельства: степень прозрачности соответствующей рыночной практики на рынке в целом; необходимость защищать деятельность рынка, взаимодействие предложения и спроса путем оценки влияния соответствующей рыночной практики на основные параметры рынка, в том числе на средневзвешенную цену на торговой сессии или цену при завершении дня; степень влияния соответствующей рыночной практики на ликвидность и эффективность рынка; степень соблюдения при соответствующей рыночной практике механизма торговли соответствующего рынка и предоставления возможности участникам рынка надлежащим образом и своевременно реагировать на вызванную практикой новую ситуацию на рынке.

Банк России также выработал критерии оценки нечестных сделок.

Характер подачи заявок на совершение сделок с ценными бумагами, систематичность сделок, ограниченное количество участников рынка торгов, неоспоримая связь между контрагентами, отсутствие для некоторых из них экономической целесообразности в сделках свидетельствуют о совершении сделок по предварительной договоренности между контрагентами и об искусственном поддержании ликвидности, а также цен, объема торгов, спроса на паи и их предложения.

В документах Банка России отмечается, что руководство (члены совета директоров) компаний совершали ряд нечестных сделок (в частности, с акциями НК «Роснефть», ПАО «Русгидро», ОАО «Ленэнерго, ПАО «Челябинскэнергосбыт», ОАО «Архангельская сбытовая компания») по предварительной договоренности с профессиональным участником рынка в своих интересах. Менеджмент получил положительный финансовый результат за счет нанесения компаниям ущерба. Такие действия в большинстве случаев привели к существенным отклонениям параметров торгов соответствующими ценными бумагами. В частности, открывалась позиция покупкой или необеспеченной продажей ценных бумаг, после чего через короткое время была выставлена заявка на закрытие такой позиции по выгодной цене. Затем от имени компании начинали заключать сделки с этими же ценными бумагами в том же направлении, в котором открывалась позиция. В результате происходило заметное изменение цены данных ценных бумаг в сторону увеличения финансового результата по набранной позиции, и такая позиция закрывалась с прибылью (Информационные письма Банка России от 25.08.2016, от 08.07.2016, от 17.12.2015, от 29.04.2015, 22.02.2013).

Если в Уставах будут лучше учтены индивидуальные особенности и лучшие практики корпоративного управления и судебные прецеденты, то это позволит не только улучшить качество корпоративного

управления, но и снизить уровень агентских конфликтов между акционерами и менеджментом¹.

Фиксация в Уставе критериев честности сделок позволит реализовать тест на добросовестность менеджмента. То есть оценить связь между сделкой и возможной угрозой законным интересам собственников, когда корпоративное благо может пострадать (Определение Высшего Арбитражного Суда РФ от 29.07.2011 № ВАС-9400/11). В случае допущения нанесения ущерба со стороны руководства компании акционер, имеющий материально-правовой интерес, может инициировать судопроизводство о признании сделки ничтожной (Определение Конституционного Суда РФ от 16.07.2009 № 738-О-О).

В условиях информационной асимметрии (когда руководитель обладает большей информацией о компании, чем другие заинтересованные лица) менеджмент может в личных интересах искажать данные финансовой отчетности. Тогда параметры фактической деятельности не соответствуют учетным показателям. То есть происходит искажение документов бухгалтерской отчетности (сокрытие активов, выплата вознаграждения в условиях отсутствия чистой прибыли) в личном интересе (Постановление Верховного Суда РФ от 24.02.2005 № 11ад05-2, Постановление ФАС Западно-Сибирского округа от 01.11.2013 № А46-29467/2012, Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 30.09.2015 № А56-80990/2013). Такое поведение руководства компании (ложная финансовая отчетность) является рентоориентированным и противоречит корпоративным ценностям.

Для снижения градуса агентского конфликта (повышения информационной прозрачности) во внутренних корпоративных документах (в частности, в уставе или положении о руководящих органах) можно предусмотреть модель поведения руководителя (члена совета директоров). Добросовестность и разумность при исполнении возложенных на руководство обязанностей заключаются в принятии им необходимых и достаточных мер для достижения целей деятельности, ради которых создано юридическое лицо, в том числе в надлежащем исполнении публично-правовых обязанностей, возлагаемых на юридическое лицо действующим законодательством. В связи с этим в случае привлечения юридического лица к публично-правовой ответственности (налоговой, административной и т.п.) по причине недобросовестного и (или) неразумного поведения директора понесенные в результате этого убытки юридического лица могут быть взысканы с органа управления.

При должной степени заботливости о делах компании менеджментом (членом совета директоров) должны были быть приняты меры по организации надлежащей работы общества, в частности по исполнению

¹ См.: Луценко С. Повышение качества корпоративного управления через механизм внутренних корпоративных стандартов // Общество и экономика. 2016. № 11. С. 39.

обязанностей, возложенных законом на органы управления. При отсутствии доказательств надлежащего принятия таких мер, в том числе в случае корпоративного (агентского) конфликта, действия руководства не могут быть признаны добросовестными и разумными. Равно как уклонение от исполнения обязанностей по контролю за деятельностью общества и его работников также не может быть признано разумным и добросовестным поведением (Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 20.12.2016 № А60-25505/2015, Постановление Арбитражного суда Московского округа от 05.12.2016 № А41-13639/16, Постановление Шестого арбитражного апелляционного суда от 09.12.2016 № А73-2690/2016).

Управленческая дискреция может быть ограничена уставом или иными корпоративными документами. При подписании тех или иных сделок руководитель обязан ознакомиться с учредительными документами общества, знать о своих полномочиях на заключение сделок и о необходимости их одобрения общим собранием участников. В особенности в отношении сделок, где менеджмент имеет финансовую заинтересованность. Ограничительные положения устава направлены на предотвращение реализации воли органа управления, не совпадающей с волеизъявлением акционера. Такие превентивные положения позволяют не только избежать агентских конфликтов, но и не нанести ущерб экономическим интересам собственникам и компании (Постановление ФАС Московского округа от 25.10.2010 № КГ-А40/10868-10).

Аналогичным образом можно распространить вышеприведенную модель и на акционера, который влияет на принятие управленческих решений (Определение Верховного Суда РФ от 05.12.2016 № 310-ЭС16-17965, Постановление Арбитражного суда Центрального округа от 20.12.2016 № А23-6082/2009).

Установка индивидуальных особенностей во внутренних документах позволит снизить информационный голод в компании среди отдельных ее участников, а также не допустить злоупотребление правом со стороны менеджмента.

Для повышения качества корпоративного управления необходимо во внутренних документах прописать требования к кандидатам в органы управления. Жесткий отбор кандидатов на руководящую должность, прописанный во внутренних документах, позволит в будущем установить баланс интересов менеджмента (совета директоров) и акционеров.

Действующее российское корпоративное законодательство не запрещает предъявление к лицам, избираемым в состав органов управления, специальных (дополнительных) требований, связанных с особенностями работы компании, в том числе касающихся профессионального опыта (объективное выражение мнения), репутации, сведений о владении акциями других компаний, об аффилированности с другими лицами и т.п. Целью данного требования к кандидатам является

недопущение нарушения фидуциарных обязанностей (в частности, лояльности), а также повышение эффективности работы данного управленческого органа (Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 02.09.2016 № А50-22356/2015, Постановление ФАС Московского округа от 08.10.2009 № КГ-А40/10429-09).

Акционер может прописать во внутреннем документе (уставе) не только детали экономической стратегии компании, но и особенности деловой модели поведения руководства (в условиях неполного контракта)¹. Например, учесть в уставе механизм «ожидаемого» ущерба.

«Ожидаемый» ущерб должен быть предвидимым, с тем чтобы позволить руководству при совершении сделки определить юридические и финансовые ее последствия, чтобы позволить ему решить, какие действия для него предпочтительнее — терпеть дополнительные убытки или воздержаться от реализации сделки. Таким образом, «ожидаемый» ущерб должен иметь такой характер, чтобы предоставить руководству возможность подсчитать свои финансовые потери в случае исполнения договора.

В условиях неполного контракта (когда невозможно предвидеть все обстоятельства, которые могут произойти в будущем) устав является тем документом, с помощью которого руководство может действовать в интересах акционеров. Данный документ позволяет прописать механизм поведения менеджмента с учетом индивидуальных особенностей компании, и отклонение поведения от заданного курса может рассматриваться, как нарушение фидуциарных обязанностей (Верховный Суд штата Делавэр по делу «CA v. AFSCME» (953 A.2D227) (Del. 2008)).

Внутренние корпоративные документы не только играют важную роль в сокращении информационной асимметрии между менеджментом (советом директоров) и акционерами, но и способствуют повышению качества управления, поскольку в уставе можно прописать модель поведения руководства с учетом индивидуальной особенности компании и лучшего опыта корпоративных практик. Кроме того, внутренние документы несут в себе превентивную функцию, которая ограничивает неправомерные действия со стороны не только менеджмента, но и контролирующих акционеров. Наконец, устав компании позволит отбирать кандидатов на руководящую должность с учетом дополнительных требований, которые автоматически позволят исключить нелояльных участников.

¹ См.: Луценко С. Смена приоритетов в управлении компанией // Общество и экономика. 2017. № 1. С. 37.

Литература

1. Луценко С. Повышение качества корпоративного управления через механизм внутренних корпоративных стандартов // Общество и экономика. 2016. № 11. С. 32–40.
2. Луценко С. Смена приоритетов в управлении компанией // Общество и экономика. 2017. № 1. С. 27–39.
3. Armstrong C., Guay W., Mehran H., Weber J. The Role of Financial Reporting and Transparency in Corporate Governance // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. 2016, vol. 22, pp. 107–128.
4. Core J., Holthausen R., Larcker D. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance // Journal of Financial Economics. 1999, vol. 51, pp. 371–406.
5. Holderness C.A. Survey of Blockholders and Corporate Control // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. 2003, vol. 9, pp. 51–64.
6. Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // Journal of Finance. 1993, vol. 48, pp. 831–880.
7. Verrecchia R. Essays on Disclosure // Journal of Accounting and Economics. 2001, vol. 32, pp. 97–180.